

# 黄山旅游 (600054)

证券研究报告

2021年04月25日

## 疫后逐季恢复趋势确立，景区步入复苏

公司2020年实现营业总收入7.41亿元，同比下降53.89%；归母净利润-0.46亿元，同比下降；扣非后归母净利润-1.02亿元，同比下降132.55%；基本EPS-0.06元/股，同比下降-113.04%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营业收入0.70亿元/1.30亿元/2.54亿元/2.87亿元，同比-73.59%/-71.93%/-50.21%/-22.09%。

**收入端：**受疫情影响导致进山人数大幅下降所致，营收遭受较大影响。2020年黄山景区接待进山游客151.2万人，同比减少56.8%，索道缆车客运量313.2万人，同比减少57.6%。公司通过狠抓市场、精简开支等举措，稳住基本面，三季度实现单季度盈利，在同类型景区率先实现市场复苏。分业务来看，2020年酒店/索道/旅游服务/园林开发业务分别实现收入3.37亿元/2.42亿元/1.70亿元/0.81亿元，同比-49.14%/-56.32%/-62.76%/-61.93%。

**成本费用端：**综合毛利率为33.81%，同比下降22.16pct。分业务来看，酒店/索道/旅游服务/园林开发业务毛利率分别为3.65%/72.54%/5.42%/48.79%，同比-27.19pct/-14.70pct/+0.38pct/-34.84pct。期间费用率为6.25%，同比下降18.67pct。其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为6.53%/40.09%/-1.83%，同比+0.01pct/+21.20pct/-1.34pct。销售费用下降主要系与航班合作款下降和服务费佣金下降所致，财务费用变动主要系利息收入增加所致。

**利润端：**归母净利润-0.46亿元，同比-113.63%，归母净利率-6.26%，同比下降27.43pct。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4归母净利润-0.77亿元/-0.11亿元/0.40亿元/0.02亿元，同比-427.71%/-107.74%/-75.89%/-62.69%。

**旅游行业升温加快复苏，优质全国性旅游目的地优先受益。**①行业逐步升温。随新冠疫苗的接种，国内疫情得到更好的防控，旅游行业有望恢复，包含黄山在内的优质自然景区将成为旅游青睐之地。②大众交通便利。受益于科技快速发展，交通工具升级，游客出行更加便利，有益于中长线旅游的发展，黄山机场、黄山北高铁站客容量有保障。③全域旅游与差异化产品同步推进。北海宾馆、太平湖项目、黟美小镇项目稳步推进，多景区打造有助于提升游客客单价，排云型旅差异化产品上线，丰富游客更多选择。④尝试周边合作和线上直播，牵头发起“大徽州串门游”主题活动，开展自驾游，参加湖南卫视直播间活动等。

**黄山旅游背靠优质自然景区，资源稀缺性凸显，传统板块横向拓展，新兴业务纵向扩张，走出门票经济舒适圈发展全域旅游，交通改善进一步提振客流。**预计21-22年净利润3.33亿元、3.85亿元，对应PE为24X、21X，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情恢复不及预期，市场不景气，极端天气影响，票价调整。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,606.74	740.84	1,647.76	1,856.74	2,009.35
增长率(%)	(0.88)	(53.89)	122.42	12.68	8.22
EBITDA(百万元)	627.50	81.46	557.06	633.32	687.35
净利润(百万元)	340.19	(46.37)	332.85	385.30	421.80
增长率(%)	(41.60)	(113.63)	(817.78)	15.76	9.47
EPS(元/股)	0.47	(0.06)	0.46	0.53	0.58
市盈率(P/E)	23.46	(172.07)	23.97	20.71	18.92
市净率(P/B)	1.83	1.87	1.78	1.67	1.57
市销率(P/S)	4.97	10.77	4.84	4.30	3.97
EV/EBITDA	6.76	49.55	9.94	8.12	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	休闲服务/景点
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.94元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	513.30
流通A股股本(百万股)	513.30
A股总市值(百万元)	5,615.50
流通A股市值(百万元)	5,615.50
每股净资产(元)	5.84
资产负债率(%)	8.75
一年内最高/最低(元)	11.96/7.89

### 作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李珍妮	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《黄山旅游-季报点评:Q3 亏损收窄，国内旅游回暖有望改善客流》  
2020-10-31
- 《黄山旅游-半年报点评:Q2 进山人数降幅收窄，打造精品项目布局全域旅游》  
2020-08-23
- 《黄山旅游-季报点评:Q1 进山人数-81%，国内游需求旺盛助力客流恢复》  
2020-05-01

## 1. 公司公布 2020 年年度报告

公司 2020 年实现营业总收入 7.41 亿元，同比下降 53.89%；归母净利润-0.46 亿元，同比下降；扣非后归母净利润-1.02 亿元，同比下降 132.55%；基本 EPS-0.06 元/股，同比下降-113.04%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现收入 0.70 亿元/1.30 亿元/2.54 亿元/2.87 亿元，同比-73.59%/-71.93%/-50.21%/-22.09%。

## 2. 2020 年年报点评

**收入端：受疫情影响导致进山人数大幅下降所致，营收遭受较大影响。但公司多管齐下，稳住基本面。公司通过狠抓市场、精简开支等举措，稳住基本面，三季度实现单季度盈利，在同类型景区率先实现市场复苏。分业务来看，2020 年酒店/索道/旅游服务/园林开发业务分别实现收入 3.37 亿元 /2.42 元 /1.70 亿元 /0.81 亿元，同比 -49.14%/-56.32%/-62.76%/-61.93%。**

图 1：营业总收入有所下降



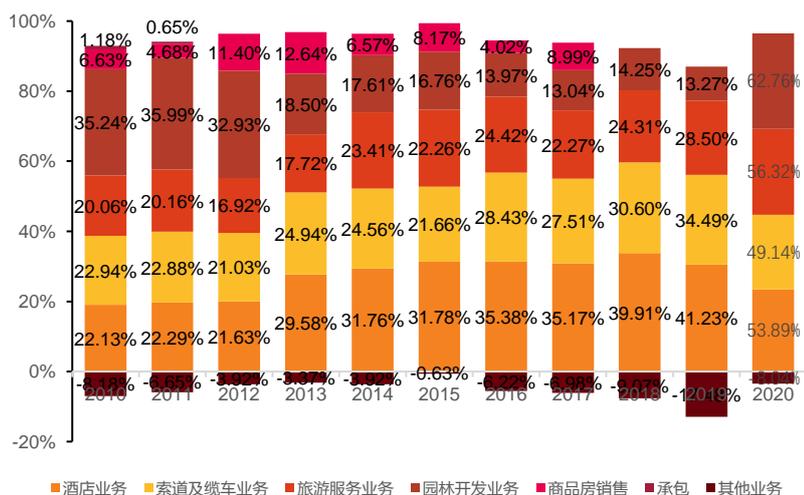
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2020Q1、Q2 营业收入下滑幅度较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：园林开发业务占比提升较大

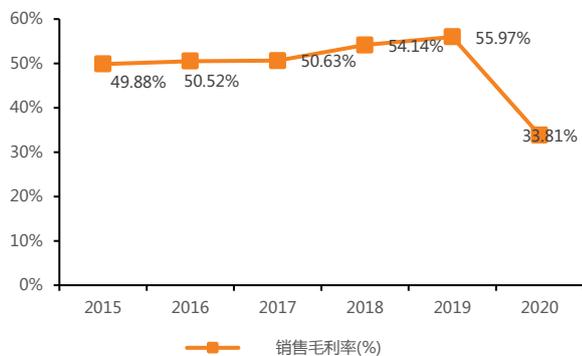


资料来源：Wind，天风证券研究所

**成本费用端：因疫情带来的进山游客下降，对毛利率有所影响但期间费用也随之下降。综合毛利率为 33.81%，同比下降 22.16pct。分业务来看，酒店/索道/旅游服务/园林开发业务毛利率分别为 3.65%/72.54%/5.42%/48.79%，同比-27.19pct/-14.70pct/+0.38pct/-34.84pct。期间费用率为 6.25%，同比下降 18.67pct。其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率分**

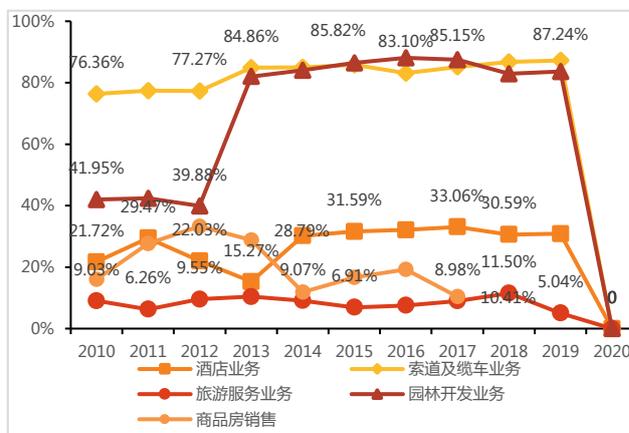
别为 6.53%/40.09%/-1.83%，同比+0.01pct/+21.20pct/-1.34pct。销售费用下降主要系与航班航线合作款下降和服务费佣金下降所致，财务费用变动主要系货币资金持有量较上期增加相应利息收入增加所致。

图 4：毛利率（%）水平有所提升下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：各业务毛利率降低（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：管理费用大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

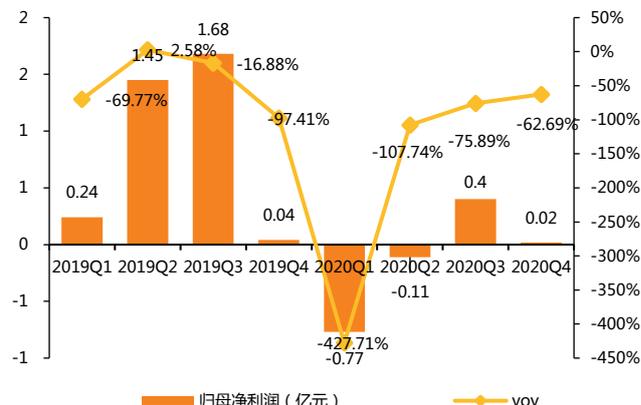
**盈利端：公司利润有望大幅提升。**20 年归母净利润-0.46 亿元，同比 -113.63%，归母净利率-6.26%，同比下降 27.43pct。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润-0.77 亿元/-0.11 亿元/0.40 亿元/0.02 亿元，同比-427.71%/ -107.74%/ -75.89%/ -62.69%，有较大幅度下降，同时也是机会存在之处。受 2018 年处置华安证券股票的影响，归母净利润和净利率下滑。

图 7：2020 年归母净利润大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020Q1 归母净利润下降幅度较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020 年归母净利率有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

**进山游客量受疫情影响大幅下降。**2020 年黄山景区接待进山游客 151.2 万人，同比减少 56.8%，索道缆车客运量 313.2 万人，同比减少 57.6%。进山游客第一季度/上半年/前三季度/全年同比下降幅度逐渐缩窄，分别为-81.15%/-68.21%/-64.14%/-56.80%。

图 8：2020 年黄山景区全年接待进山游客下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2020 年黄山景区索道缆车运客量下降较多



资料来源：Wind，天风证券研究所

**旅游行业升温加快复苏，优质全国性旅游目的地优先受益。**①行业逐步升温。随新冠疫苗的接种，国内疫情得到更好的防控，旅游行业有望恢复，包含黄山在内的优质自然景区将成为旅游青睐之地。②大众交通便利。受益于科技快速发展，交通工具不断升级，游客出行更加便利，有益于中长线旅游的发展，黄山机场、黄山北高铁站客容量有保障。③全域旅游与差异化产品同步推进。北海宾馆、太平湖项目、花山谜窟、黟美小镇项目稳步推进，多景区打造有助于提升游客客单价，排云型旅、继雲人山宿差异化产品上线，丰富游客更多选择。④尝试周边合作和线上直播，牵头发起“大徽州串门游”主题活动，开展“人文胜景，秋游黄山”自驾游，参加携程、湖南卫视等直播间活动，开展“在家云旅游”等主题直播活动。

### 3. 盈利预测

黄山旅游背靠优质自然景区，资源稀缺性凸显，传统板块横向拓展，新兴业务纵向扩张，走出门票经济舒适圈发展全域旅游，交通改善进一步提振客流。预计 21-22 年净利润 3.33 亿元、3.85 亿元，对应 PE 为 24X、21X，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

**疫情恢复不及预期：**疫情影响国内游，直接影响公司旅行社业务，同时影响乌镇、古北水镇接待的游客量。

**市场不景气：**全国旅游市场发展与景区游客数量息息相关，居民出游意愿不强将导致景区游客数量下滑。

**极端天气影响：**自然景区接待游客情况受到天气的影响，出现极端天气状况将影响游客出行计划，从而影响景区业绩。

**票价调整：**公司部分景区门票和索道收费标准受相关部门审批，可能在一定程度上影响公司收益。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,801.36	1,972.69	2,139.36	2,461.08	2,924.30
应收票据及应收账款	41.18	15.32	57.92	54.87	34.44
预付账款	24.72	20.37	22.75	26.12	27.56
存货	29.39	29.18	25.99	27.78	36.10
其他	313.74	44.55	362.71	323.97	365.04
<b>流动资产合计</b>	<b>2,210.39</b>	<b>2,082.11</b>	<b>2,608.73</b>	<b>2,893.82</b>	<b>3,387.43</b>
长期股权投资	41.48	55.82	55.82	55.82	55.82
固定资产	1,506.71	1,536.28	1,613.17	1,634.45	1,614.08
在建工程	208.98	275.58	195.35	135.21	93.12
无形资产	177.15	171.79	163.96	156.12	148.29
其他	823.07	772.27	549.10	653.59	592.49
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,757.39</b>	<b>2,811.75</b>	<b>2,577.39</b>	<b>2,635.19</b>	<b>2,503.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,967.78</b>	<b>4,893.86</b>	<b>5,186.12</b>	<b>5,529.01</b>	<b>5,891.23</b>
短期借款	0.90	5.00	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	93.33	111.58	87.28	132.67	111.90
其他	248.75	242.42	306.19	283.94	326.57
<b>流动负债合计</b>	<b>342.98</b>	<b>358.99</b>	<b>394.47</b>	<b>417.61</b>	<b>439.47</b>
长期借款	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	99.01	66.48	77.40	80.96	74.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>101.63</b>	<b>69.10</b>	<b>80.02</b>	<b>83.58</b>	<b>77.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>444.61</b>	<b>428.09</b>	<b>474.49</b>	<b>501.19</b>	<b>517.03</b>
少数股东权益	164.09	203.11	223.91	251.13	281.16
股本	729.38	729.38	729.38	729.38	729.38
资本公积	367.10	367.10	367.10	367.10	367.10
留存收益	3,433.95	3,508.69	3,758.33	4,047.31	4,363.66
其他	(171.35)	(342.52)	(367.10)	(367.10)	(367.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,523.17</b>	<b>4,465.76</b>	<b>4,711.63</b>	<b>5,027.82</b>	<b>5,374.20</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,967.78</b>	<b>4,893.86</b>	<b>5,186.12</b>	<b>5,529.01</b>	<b>5,891.23</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	363.65	(50.11)	332.85	385.30	421.80
折旧摊销	161.08	154.97	91.18	96.69	100.29
财务费用	(11.51)	(14.46)	(15.76)	(17.66)	(20.68)
投资损失	(36.60)	(32.85)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(774.45)	335.12	(85.94)	(41.23)	46.44
其它	723.96	(393.70)	20.80	27.22	30.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>426.13</b>	<b>(1.04)</b>	<b>313.14</b>	<b>420.32</b>	<b>547.89</b>
资本支出	127.44	266.12	69.08	46.44	36.02
长期投资	5.57	14.34	0.00	0.00	0.00
其他	(420.28)	(42.40)	(119.08)	(66.44)	(36.02)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.27)</b>	<b>238.05</b>	<b>(50.00)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(0.00)</b>
债权融资	3.53	8.27	3.83	3.91	4.00
股权融资	64.31	(134.01)	14.75	41.23	44.25
其他	(190.35)	60.06	(115.05)	(123.73)	(132.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(122.52)</b>	<b>(65.69)</b>	<b>(96.47)</b>	<b>(78.59)</b>	<b>(84.68)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>16.35</b>	<b>171.33</b>	<b>166.67</b>	<b>321.72</b>	<b>463.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,606.74</b>	<b>740.84</b>	<b>1,647.76</b>	<b>1,856.74</b>	<b>2,009.35</b>
营业成本	707.44	490.37	773.53	879.81	964.61
营业税金及附加	26.20	11.41	26.69	29.64	31.85
营业费用	104.73	48.38	107.10	120.69	130.61
管理费用	303.63	297.03	313.07	324.93	331.54
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(7.91)	(13.59)	(15.76)	(17.66)	(20.68)
资产减值损失	(0.87)	(5.51)	(8.52)	(4.97)	(6.33)
公允价值变动收益	(2.36)	33.85	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.60	32.85	30.00	30.00	30.00
其他	(72.78)	(129.60)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
<b>营业利润</b>	<b>512.08</b>	<b>(24.35)</b>	<b>481.63</b>	<b>554.29</b>	<b>607.74</b>
营业外收入	1.67	11.06	4.91	5.88	7.28
营业外支出	2.87	12.59	15.00	10.15	12.58
<b>利润总额</b>	<b>510.88</b>	<b>(25.88)</b>	<b>471.55</b>	<b>550.02</b>	<b>602.44</b>
所得税	147.23	24.23	117.89	137.51	150.61
<b>净利润</b>	<b>363.65</b>	<b>(50.11)</b>	<b>353.66</b>	<b>412.52</b>	<b>451.83</b>
少数股东损益	23.46	(3.74)	20.80	27.22	30.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>340.19</b>	<b>(46.37)</b>	<b>332.85</b>	<b>385.30</b>	<b>421.80</b>
每股收益(元)	0.47	(0.06)	0.46	0.53	0.58

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.88%	-53.89%	122.42%	12.68%	8.22%
营业利润	-37.91%	-104.76%	-2077.72%	15.09%	9.64%
归属于母公司净利润	-41.60%	-113.63%	-817.78%	15.76%	9.47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.97%	33.81%	53.06%	52.62%	51.99%
净利率	21.17%	-6.26%	20.20%	20.75%	20.99%
ROE	7.80%	-1.09%	7.42%	8.07%	8.28%
ROIC	19.00%	-3.85%	19.97%	19.66%	22.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.95%	8.75%	9.15%	9.06%	8.78%
净负债率	-39.75%	-43.99%	-45.32%	-48.87%	-54.34%
流动比率	6.44	5.80	6.61	6.93	7.71
速动比率	6.36	5.72	6.55	6.86	7.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	32.51	26.23	45.00	32.93	45.00
存货周转率	58.22	25.30	59.73	69.07	62.92
总资产周转率	0.33	0.15	0.33	0.35	0.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	-0.06	0.46	0.53	0.58
每股经营现金流	0.58	0.00	0.43	0.58	0.75
每股净资产	5.98	5.84	6.15	6.55	6.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.46	-172.07	23.97	20.71	18.92
市净率	1.83	1.87	1.78	1.67	1.57
EV/EBITDA	6.76	49.55	9.94	8.12	6.94
EV/EBIT	8.48	-118.26	11.89	9.58	8.12

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com